
Notitie

Herwaardering kavel A2

datum	30 november 2016
auteurs	Marco Kerste en Jarst Weda (SEO), Joost Poort (IViR)
Rapportnummer	2016-95

Inleiding

Het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBB) heeft op 8 januari 2015 de vergoeding voor kavel A2 ten behoeve van de verlenging per 1-9-2011 vernietigd (ECLI:NL:CBB:2015:2). Het CBB oordeelde dat de gehanteerde methode voor dit geclausuleerde kavel onvoldoende onderscheid kon maken tussen het effect van clausulering en de specifieke prestaties van de vergunninghouder. In zijn uitspraken van 8 oktober 2015 liet het CBB de vergoedingen voor de ongeclausuleerde vergunningen in stand (ECLI:NL:CBB:2015:317-320), waarmee deze rechtens onaantastbaar zijn geworden.

Als gevolg van de uitspraak van het CBB inzake A2 moet de waarde voor dit kavel in het kader van de verlengingsperiode 2011-2017 opnieuw worden vastgesteld. Een aangepaste methodiek voor geclausuleerde vergunningen die rekening houdt met de uitspraak van het CBB is ten behoeve van de verlengingsperiode 2017-2022 reeds uiteengezet in het rapport 'Waarde landelijke commerciële radiovergunningen: verlenging 2017'. Deze methodiek dient ook als basis voor de herwaardering van kavel A2.¹ Aangezien de herwaardering voor kavel A2 betrekking heeft op de vergunningsperiode 2011-2017, is de methodiek *in de uitvoering* op een aantal punten noodzakelijkerwijs iets aangepast. Deze aanpassingen in de uitvoering worden in de voorliggende notitie uiteengezet.

Voorop staat dat de herwaardering van kavel A2 dient te gebeuren vanuit de uitgangspunten die zijn gehanteerd bij het waarden van vergunningen in 2011 en met de kennis en verwachtingen van dat moment. Hoewel de herwaardering *nu* plaatsvindt, wordt dus uitgegaan van de situatie zoals die *in 2011* gold en de kennis en verwachtingen van dat moment. Zodoende gelden nog steeds dezelfde uitgangspunten voor de waardering van alle kavels in het kader van de verlenging in 2011 en wordt het gelijke speelveld niet achteraf verstoord. Een concreet voorbeeld hiervan zijn de marktverwachtingen ten aanzien van de netto advertentieopbrengsten: voor de herwaardering wordt uitgegaan van de verwachtingen zoals die golden in 2011 voor de periode 2011-2017, en niet van de realisaties die inmiddels bekend zijn.

Hieronder wordt eerst kort de methodiek voor de waardering van geclausuleerde kavels voor de verlengingsperiode 2017-2022 geresumeerd. Daarna wordt ingegaan op de aanpassingen in de uitvoering die gelden voor de herwaardering van kavel A2 voor de verlengingsperiode 2011-2017, ten

¹ Kerste, Poort, Rougoor, Weda, Witteman, 2016, *Waarde landelijke commerciële radiovergunningen: verlenging 2017*, SEO-rapportnummer 2016-94, november 2016; hierna: Kerste, Poort et al. (2016). Dit rapport zal nog onderdeel zijn van een formele consultatie door het ministerie van Economische Zaken.

opzichte van de waardering van geclausuleerde kavels met betrekking tot de verlenging in 2017. De notitie sluit af met de resulterende waarde van kavel A2.²

Methodiek³

Het uitgangspunt voor de herwaardering is dat de methodiek zoals toegepast in 2011 bruikbaar is om *ongeclausuleerde* kavels te waarderen⁴ en dat de toen opgestelde SEO-modellen, die zijn gebaseerd op cijfers vanaf 2004, representatief zijn voor de prijzen voor ongeclausuleerde vergunningen in 2003. Vervolgens wordt aangenomen dat de (winnende) biedingen op de ongeclausuleerde vergunningen in 2003 af kunnen wijken van de waarden zoals deze volgen uit de SEO-methodiek.⁵ De gemiddelde afwijking van de veilinguitkomst ten opzichte van de waarde die volgt uit de SEO-modellen kan worden geïdentificeerd aan de hand van een analyse van de winnende biedingen voor ongeclausuleerde vergunningen versus de modeluitkomsten.

Daartoe wordt in een eerste stap een schaalfactor op de bedrijfsopbrengsten geïjkt, zodanig dat voor de *ongeclausuleerde* vergunningen de gemiddelde afwijking van de veilinguitkomsten ten opzichte van de waarden die voor die eerste vergunningsperiode volgen uit de SEO-modellen nul is. Daarbij wordt gebruik gemaakt van de marktverwachtingen en inschattingen van andere inputvariabelen zoals die golden in 2003.⁶

Aangenomen wordt vervolgens dat deze modellen inclusief de schaalfactor gebruikt kunnen worden om de veilinguitkomsten voor de *geclausuleerde* kavels te voorspellen, behoudens het effect van clausulering. Daarmee kan dan een clausuleringsfactor voor kavel A2 worden geïjkt via het opbrengstenmodel, zodanig dat de waarde van de vergunning die volgt uit het kasstroommodel precies correspondeert met de bieding op kavel A2. Die factor staat dan voor de toenmalige marktverwachting over het effect van de clausulering van kavel A2.

Gegeven de CBB-uitspraak van 8 januari 2015, is de toenmalige marktverwachting over het clausuleringseffect de beste bruikbare inschatting hiervan. De clausuleringsfactor die uit voorgaande stappen volgt, kan daarom in een laatste stap worden gebruikt om in het model voor de bedrijfsopbrengsten het clausuleringseffect voor kavel A2 tot uiting te brengen en deze toe te passen in het kasstroommodel zodat de waarde voor kavel A2 kan worden bepaald.

² Deze notitie is net als het rapport *Waarde landelijke commerciële radiovergunningen: verlenging 2017* informeel geconsulteerd bij de vergunninghouders en getoetst in een second opinion door RBB en SMAN. In tegenstelling tot het voornoemde rapport is deze notitie daarna reeds voorgelegd als onderdeel van een formele consultatie door het ministerie van Economische Zaken. Reacties ten aanzien van deze notitie uit de consultaties zijn beoordeeld en waar nodig zijn in deze notitie wijzigingen doorgevoerd of is extra toelichting verschaft. Ook deze aanpassingen zijn getoetst in het kader van de second opinion door RBB en SMAN.

³ Deze paragraaf vormt een weergave op hoofdlijnen van hoofdstuk 6 van Kerste, Poort et al. (2016), waar in detail wordt ingegaan op de methodiek. Voor een meer gedetailleerde beschrijving van de methodiek wordt derhalve daarnaar verwezen.

⁴ Dit volgt uit de reeds genoemde uitspraken van het CBB van 8 oktober 2015 (ECLI:NL:CBB:2015:317-320).

⁵ Zie voor een toelichting op het gebruik van biedingen paragraaf 6.2 van Kerste, Poort et al. (2016).

⁶ Zie Tabel 6.2 in Kerste, Poort et al. (2016).

Aanpassingen ten opzichte van verlenging 2017

Voor de herwaardering van kavel A2 ten behoeve van de verlengingsperiode 2011-2017 wordt dezelfde methodiek gehanteerd als voor de waardering van geclausuleerde kavels in het kader van de verlenging vanaf 2017 (Kerste, Poort, et al., 2016). Wel zijn er in de uitvoering enkele aanpassingen nodig, aangezien moet worden uitgegaan van de situatie in 2011 en de kennis en verwachtingen die toen golden, zodat de berekening uitgevoerd wordt als ware dit in 2011 gebeurd.⁷ Op die manier wordt het gelijke speelveld tussen de vergunninghouders geborgd.

Tabel 1 vat de verschillen ten opzichte van de verlenging 2017 samen, en geeft weer welke modellen en inputvariabelen in ieder van de rekenstappen zijn gebruikt.⁸ Om in de eerste drie rekenstappen de clausuleringsfactor voor kavel A2 te bepalen wordt gebruik gemaakt van de SEO-modellen. Ten behoeve van de *verlenging in 2017* wordt gebruik gemaakt van de SEO-modellen zoals vastgesteld in Kerste, Poort, et al. (2016). Voor het *herwaarderen van kavel A2* per 2011 wordt daarentegen uiteraard gebruik gemaakt van de SEO-modellen zoals die zijn vastgesteld in 2011, en waarmee ook de ongeclausuleerde kavels in 2011 zijn gewaardeerd. Dit betekent ook dat gebruik wordt gemaakt van de inschatting van FM-distributiekosten en -investeringen door TNO in 2010, en niet van regressiemodellen voor de distributiekosten zoals in Kerste, Poort et al. (2016). Dit is in lijn met de CBB-uitspraken van 8 oktober 2015, en waarborgt bovendien dat het gelijke speelveld tussen de vergunninghouders behouden blijft.

De methodiek om de schaal- en clausuleringsfactor te bepalen werkt verder op dezelfde wijze als in Kerste, Poort et al. (2016), waarbij voor de exogene variabelen ook gebruik wordt gemaakt van de verwachtingen zoals die logischerwijs golden in 2003 en waarbij rekening wordt gehouden met de toen geldende betalingsregeling.⁹

De clausuleringsfactor die volgt uit rekenstap 3 wordt vervolgens in rekenstap 4 toegepast in het kasstroommodel dat de waarden van de ongeclausuleerde vergunningen voor de periode 2011-2017 exact reproduceert.¹⁰ Derhalve wordt ook in deze stap gebruik gemaakt van de SEO-modellen uit 2011, en het TNO-model voor de distributiekosten van FM en DAB. In tegenstelling tot in rekenstap 1 tot en met 3 worden daarnaast in rekenstap 4 de in 2011 gebruikte verwachtingen voor de advertentiemarkt en de inflatie, en de toen geldende waarden voor de overige inputvariabelen zoals demografisch bereik, WACC, afdrachten voor Agentschap Telecom, toezichtkosten van het

⁷ Boer & Croon Corporate Finance (BCCF) heeft in opdracht van het ministerie van EZ een onderzoek uitgevoerd naar de gevolgen van de versoepeling van eigendomsrechten voor de verlengingswaarden in 2017. De versoepeling van eigendomsrechten gold nog niet ten tijde van de verlenging in 2011 en is daarom uiteraard niet relevant voor de herwaardering van kavel A2 per 2011.

⁸ Voor een beschrijving van de rekenstappen, zie Kerste, Poort et al. (2016). Details over modelspecificaties en relevante statistische parameters zijn opgenomen in de in de tabel vermelde bronnen.

⁹ Zie Tabel 6.2 in Kerste, Poort et al. (2016). Door het gebruik van de modellen uit 2011 zijn de gevonden schaal- en clausuleringsfactor niet precies gelijk aan die ten behoeve van de waardering van de geclausuleerde kavels per 2017.

¹⁰ Het gaat daarbij dus om de definitieve waarden van de ongeclausuleerde vergunningen (na correctie) zoals weergegeven in de notitie *Bijstelling waarden landelijke stations* (Kerste & Poort, 23-12-2011). Hierna Kerste & Poort (2011).

Commissariaat van de Media en platformverdeling gebruikt.¹¹ De resulterende waarde wordt ten slotte net als in 2011 gebruteerd door de uitkomst na belasting door (1 - het vpb-tarief) te delen.

Tabel 1 Gebruikte modellen en inputvariabelen per rekenstap

	Waarde verlenging 2017-2022	Waarde kavel A2 2011-2017
Rekenstap 1	De modellen in Tabel 5.1-5.4 en 5.7-5.8 uit Kerste, Poort et al. (2016) worden gebruikt om de waarden 2003-2011 te bepalen. ¹²	De modellen in tabel 1 tot en met 6 in Kerste & Poort (2011), en de inschatting van distributiekosten en -investeringen door TNO in Poort, Kerste et al. (2010) worden gebruikt om de waarden 2003-2011 te bepalen. ¹³
	Daarbij worden de inputvariabelen zoals weergegeven in Tabel 6.2 in Kerste, Poort et al. (2016) gebruikt.	Idem
Rekenstap 2	Het gemiddelde verschil voor ongeclausuleerde kavels tussen de waarden uit rekenstap 1 en de winnende biedingen voor die kavels in Tabel 6.1 in Kerste, Poort et al. (2016) wordt bepaald.	Idem
Rekenstap 3	Om de clausuleringsfactor te bepalen wordt voor geclausuleerde stations de modellen en inputvariabelen uit rekenstap 1 gebruikt, en de winnende biedingen voor die kavels in Tabel 6.1 in Kerste, Poort et al. (2016).	Idem
Rekenstap 4	De modellen zoals weergegeven in rekenstap 1 worden gebruikt om de waarden 2017-2022 te bepalen.	De modellen zoals weergegeven in rekenstap 1 worden gebruikt om de waarde 2011-2017 voor kavel A2 te bepalen.
	Daarbij worden, in tegenstelling tot in rekenstap 1, de inputvariabelen voor deze periode gebruikt zoals beschreven in hoofdstuk 3 en 4 in Kerste, Poort et al. (2016).	Daarbij worden, in tegenstelling tot in rekenstap 1, de inputvariabelen voor deze periode gebruikt zoals beschreven in Poort, Kerste et al. (2010) en Poort, Kerste et al. (2011). ¹⁴

Bron: SEO Economisch Onderzoek/IViR

¹¹ Dit impliceert dat gebruik gemaakt wordt van de SEO-modellen uit 2011 waaruit dummies van geclausuleerde stations die niet significant waren (waaronder die voor de bedrijfsopbrengsten van Veronica), zijn verwijderd. Dat zijn de modellen die ook zijn gebruikt om de vergoedingen te berekenen voor de ongeclausuleerde stations. Het *niet* verwijderen van de insignificante dummies zou overigens voor de ongeclausuleerde stations tot een hogere vergoeding hebben geleid en zou in deze rekenstap van de nieuwe berekening ook voor Veronica tot een hogere waarde leiden. Nu de vergoedingen van de ongeclausuleerde stations met de CBB-uitspraak van 8 oktober 2015 rechtens onaanastbaar zijn geworden, sluit het derhalve aan bij het *level playing field*-beginsel om voor de nieuwe berekening van de vergoeding voor Veronica uit te gaan van dezelfde modellen.

¹² Waarbij voor Tabel 5.3 de modelvariant zonder de DAB-kosten wordt gebruikt (zie paragraaf 6.3).

¹³ Poort, J., Kerste, M., Scavenius, E., Prins, J., Akker, I., Ende, B. van den (TNO), Trommelen, P. (TNO), Coen de Vos, F. (Hulsbergen-Slatering), Doeven, J., Eijk, N. van (Instituut voor Informatierecht) & Rutten, P. (Universiteit Leiden/TNO) (2010). *Waarde commerciële radiovergunningen*. SEO-rapport 2010-06. Amsterdam: SEO. Hierna: Poort, Kerste, et al. (2010).

¹⁴ Poort, J., Kerste, M., Akker, I. & Prins, J. (2011). *Addendum waarde commerciële radiovergunningen*. SEO-rapport 2011-09. Amsterdam: SEO. Hierna: Poort, Kerste, et al. (2011).

Uitkomsten voor A2

Uit de hiervoor beschreven methodiek volgt voor kavel A2 een clausuleringsfactor van $-0,1411$. Dit impliceert dat de veilinguitkomst voor kavel A2 in 2003 gereproduceerd wordt door aan te nemen dat de bedrijfsopbrengsten als gevolg van de clausulering ieder jaar 13,2% lager liggen¹⁵ dan op een ongeclausuleerd kavel met een identiek demografisch bereik en identieke distributiekosten. Die 13,2% lagere inkomsten vormen dus de toenmalige marktinschatting van het clausulerings-effect van A2.

Wanneer deze clausuleringsfactor voor A2 in het kasstroommodel voor de waarden van de vergunningen voor de periode 2011-2017 wordt ingevoegd, resulteert het kasstroomschema voor een gemiddeld efficiënte nieuwkomer op A2 zoals opgenomen in Bijlage A van deze notitie. Uit dit schema volgt een waarde voor verlenging van de vergunning A2 (voor belasting) van € 12,720 miljoen.¹⁶ Dit is het bedrag dat als verlengingsprijs verschuldigd zou zijn per 1-9-2011, gegeven een eenmalige betaling aan het begin van de vergunning per die datum.¹⁷

¹⁵ Aangezien het een logaritmisch model betreft, komt de clausuleringsfactor overeen met een vermenigvuldiging van de bedrijfsopbrengsten in ieder jaar met $e^{-0,1411} = 0,8684$. Anders gezegd: de bedrijfsopbrengsten liggen jaarlijks $100\% - 86,84\% = 13,16\%$ lager.

¹⁶ In 2011 werd een bedrag ad €20,692 miljoen berekend.

¹⁷ Ter illustratie: een zeer grove plausibiliteitstoets van deze uitkomst, die ook gebruik maakt van de relatie tussen waarden van geclausuleerde en ongeclausuleerde kavels maar bijvoorbeeld geen rekening houdt met verschillen tussen kavels in het demografisch bereik en de distributiekosten, is de volgende. Het gemiddelde in 2003 van de winnende biedingen plus financieel instrument op de vier ongeclausuleerde kavels is € 61,86 miljoen (zie Tabel 6.1 in Kerste, Poort et al., 2016). Het bod op A2 en het financieel instrument, samen € 35,96 miljoen, bedroegen dus 58% van dit gemiddelde.

Als deze biedverhoudingen wederom als referentiepunt voor de waardeverhoudingen in 2011 worden genomen, valt op dat die laatste waardeverhouding in dezelfde orde van grootte ligt, zij het iets lager. De door het CBb geaccordeerde waarde van de vier ongeclausuleerde kavels bij verlenging in 2011 (zie Kerste & Poort, 2011, p. 3) bedroeg € 25,15 miljoen. Het bovenstaande bedrag van € 12,720 miljoen is iets minder dan 51% daarvan.

Bijlage A - Kasstroomschema

Hieronder volgt het kasstroomschema voor een gemiddeld efficiënte toetreder op kavel A2 op basis van de methodiek uiteengezet in deze notitie.

Tabel 2 Kasstroomschema gemiddeld efficiënte toetreder op kavel A2

Vergunningsjaar	1	2	3	4	5	6
Som der bedrijfsopbrengsten	8940	12890	16205	19266	22217	25129
Distributie kosten - ether	1208	1232	1257	1282	1308	1334
Distributie kosten - coax	190	193	197	201	205	209
Afschrijvingen distributie activa - ether	152	152	152	152	152	152
AT afdrachten - ether	158	163	168	173	179	185
Totale distributiekosten	1708	1741	1775	1809	1845	1880
Lonen en salarissen	2899	3486	3915	4276	4599	4899
Ovg. non-distributie exploitatie kosten	4297	4960	5439	5841	6200	6533
Overige non-distributie exploitatie kosten – CvdM*	10	10	10	10	10	10
Afschrijvingen overige non-distributie activa	24	30	37	45	54	66
Overige non-distributie kosten	824	841	857	874	892	910
Totale non-distributiekosten	8054	9327	10259	11047	11756	12418
Som der bedrijfskosten	9763	11069	12034	12856	13600	14298
Bedrijfsresultaat* (EBITA)	-823	1821	4170	6410	8617	10831
Carry Forward Compensabele verliezen	823	0	0	0	0	0
TAX 25.5%	0	254	1063	1635	2197	2762
Netto Operationele Winst na Belasting	-823	1566	3107	4776	6420	8069
Afschrijvingen distributie activa – ether	152	152	152	152	152	152
Afschrijvingen overige non-distributie activa	24	30	37	45	54	66
Bruto kasstroom	-646	1749	3296	4973	6626	8287
Investerings distributie activa – ether	914	0	0	0	0	0
Investering non-distr mat activa – Einde jaar	144	35	39	47	57	68
Investerings in werkkapitaal	2188	397	299	257	236	224
Desinvesteringen distributie activa – ether	0	0	0	0	0	-457
Desinvestering non-distr mat activa	0	0	0	0	0	-135
Desinvesteringen werkkapitaal	0	0	0	0	0	3600
Bruto investeringen – begin jaar	3246	432	338	305	293	292
Bruto investeringen – einde jaar	0	0	0	0	0	3008

Bron: SEO Economisch Onderzoek/IViR; CvdM: Commissariaat van de Media; Alle bedragen zijn in lopende prijzen (nominaal) × € 1000. Om te komen tot de waarde van het kavel is nog een aantal rekenstappen nodig: (1) contant maken bedragen in euro's per startdatum, (2) waarde etherlicentie is 60% van de waarde van de businesscase, (3) waarde van DAB-case (-€ 454 duizend) komt voor 100% ten laste van de waarde van de licentie, (4) omrekening waarde na belasting naar waarde voor belasting.